



70 年代的通胀教训：美联储会重蹈覆辙么



美国通胀率再度爆表，引发股票市场的再度波动。尽管市场普遍认为美国通胀率已经见顶，但未来的走势仍然存在相当的不确定性。在三种风险情境下，美联储都难以避免短期内的快速加息。

美国在 20 世纪 70 年代的恶性通胀，与眼下的状况有很多类似之处。供应链冲击、政治对于货币政策的干预以及超级宽松的货币政策，让通胀上行的风险增大。对于 70 年代的政策研究也显示，如果货币政策的紧缩力度不够，那么通胀可能会很快卷土重来。

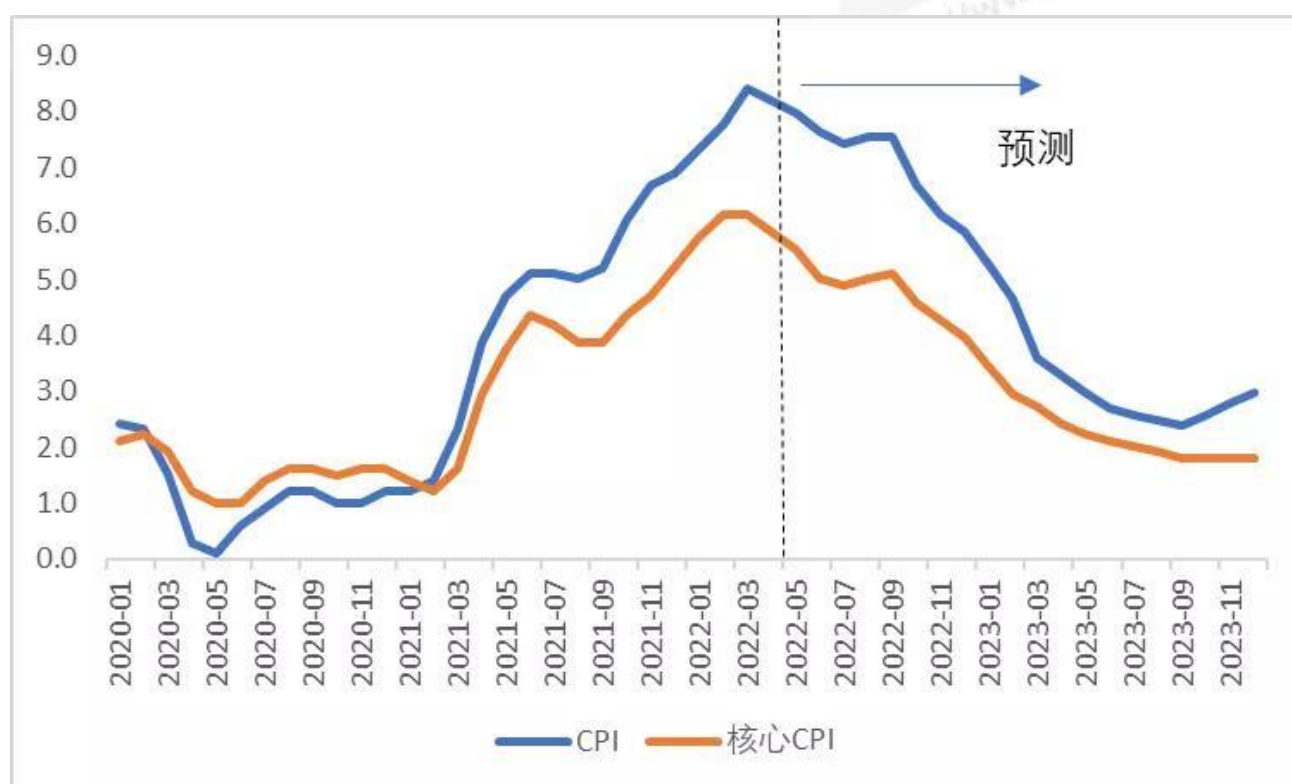
备受市场关注的美国 4 月 CPI 本周公布，最终数据显示，美国 4 月 CPI 通率为 8.3%，高于市场预期的 8.1%，但低于上月的 8.5%。经过季节性调整后，4 月 CPI 环比上升 0.3%，高于预期的 0.2%，但显著低于上月的 1.2%。总体而言，市场认为美国 CPI 通胀率已经基本见顶，但即使如此，美联储的加息步伐仍然很难停下来。

隔天公布的美国 PPI 通胀率也在 4 月份攀上了 11% 的高点，高于市场预期的 10.7%。由于去年的基数较高，PPI 同比通胀率也大概率从下个月开始出现下降。

对于未来一段时间美国通胀的预测，市场有两派主流的看法，一派的想法认为，美国通胀已经见顶，尽管总体通胀率在年内还是会维持在高点，但顶部就是顶部。而另一派的观点则认为，由于实际通胀率仍然为深度负值，因此对未来的通胀走势保持乐观是不理智的。从数据公布后美股的表现来看，市场也表现出了非常明显的波动性，这也反映出市场尚未形成共

识。

根据目前的主流预测（见下图，包括美联储），美国的通胀率在下半年和明年会出现较为明显的下滑。但这样的预测建立在过去 5 年的季节性表现的基础上。值得注意的是，在过去的很长一段时间内，美国都没有出现过恶性通胀，因此这样的历史表现放在目前的情境下是否仍然适用，其实是存在相当大的不确定性。



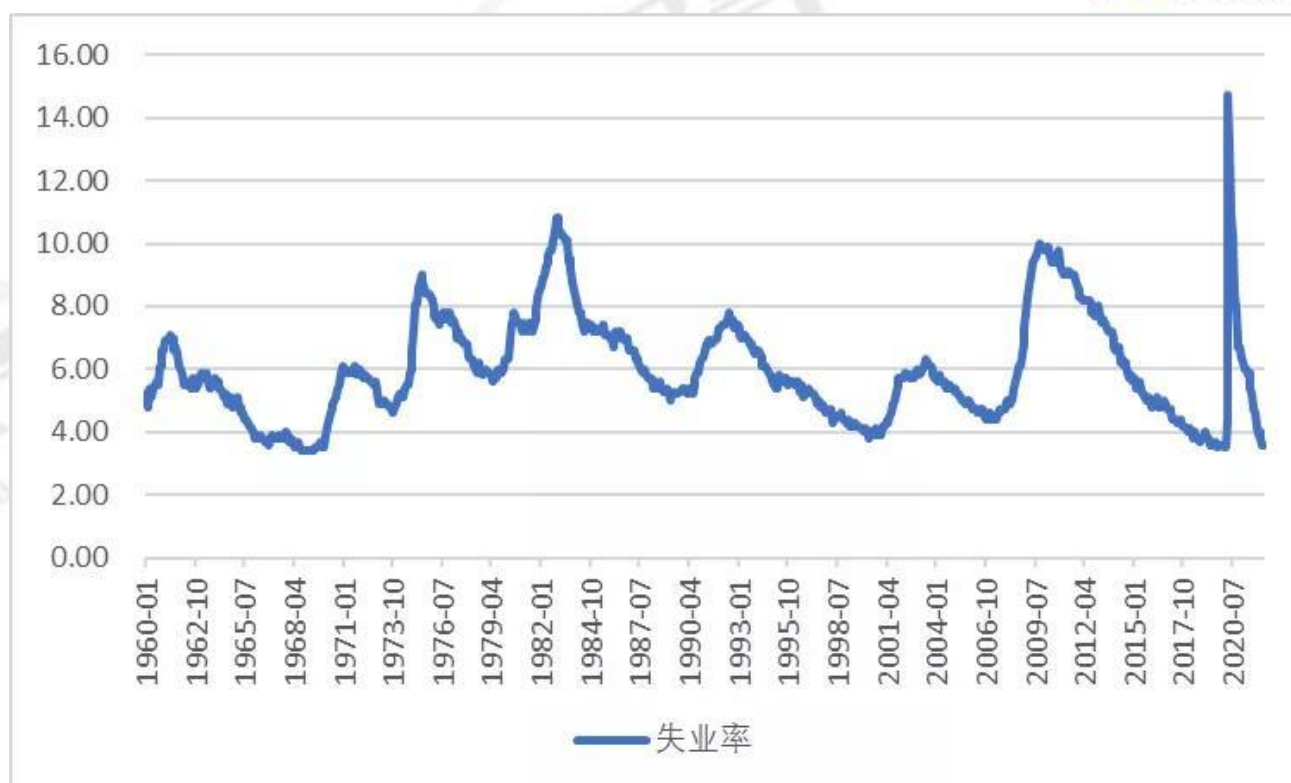
由于不确定性的存在，一般的做法是把目前的主流预测作为一个基准情境，并以此为基础衍生出新的不同的情境，来作为风险情境，并做出进一步的分析。

我们可以大致得出以下的几种情境，首先是通胀在出现短暂下滑后再度上升，在这种情况下，美联储可能会选择“更鹰”的加息，此后通胀出

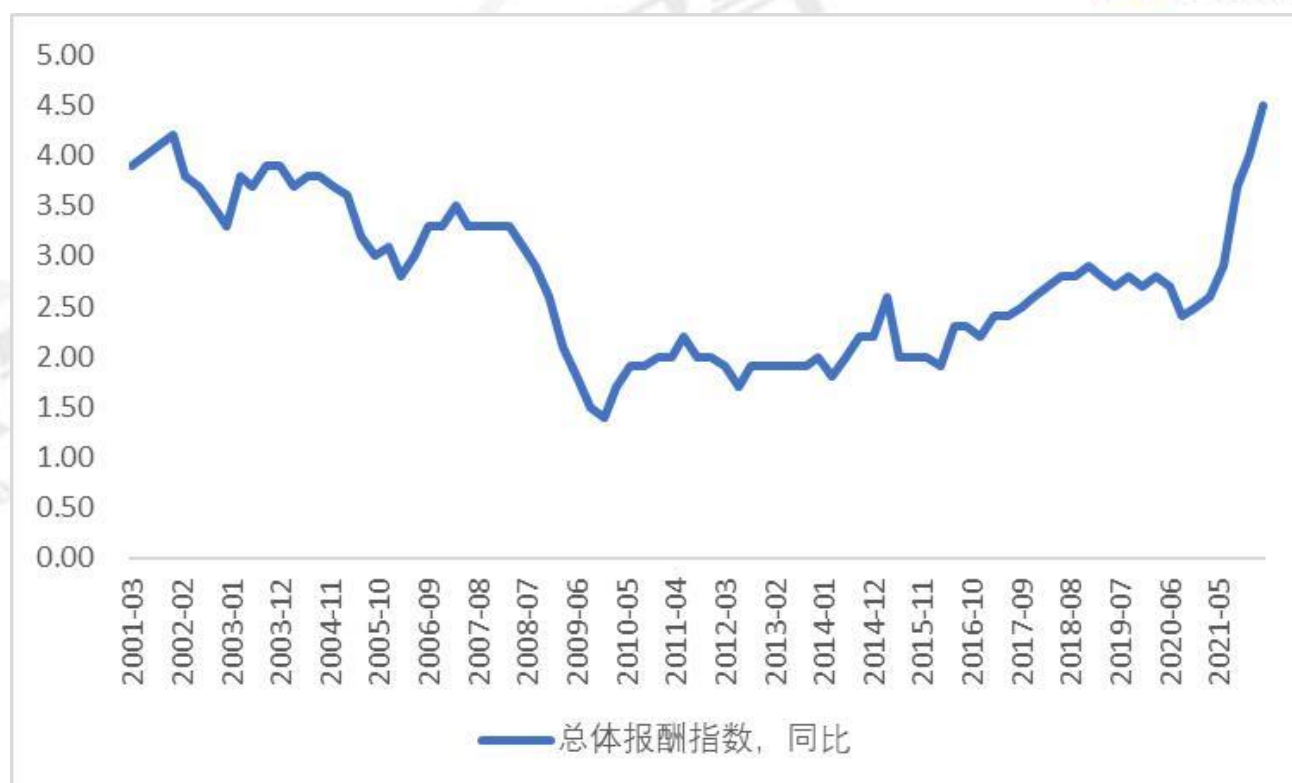
现下行并形成一个“双顶”；第二种情境是通胀出现超预期的快速下行，这种情况下，美联储也需要几个月甚至几个季度的时间来判断通胀走势是否出现逆转，在这一过程中常态的加息大概率还是会持续进行，除非出现重大的市场变化，否则这一情境下加息的幅度仍然会与基准情境在早期相似，也就是未来数月的加息仍然会是相对快速的；第三种情境下，通胀率出现一定下滑后，出现一个在高点的“长尾”，比如说大致的水平在 4-5% 左右，这种情况下，美联储大概率仍然需要对通胀保持谨慎，以防止市场失去对其抑制通胀的信心。

基于基准和风险情境，我们可以看出，美联储的加息步伐很难停止，甚至在通胀下行幅度不及预期时，可能会被迫考虑更快和更大幅度的加息。

美国的劳动力市场状况也在很大程度上支持较快的紧缩。从美国的失业率来看，目前的失业率已经降至 1960 年来的最低水平。失业率下降的另一个重要原因是就业意愿的下降和劳动力参与率的下降，就业意愿的下降在一定程度上与疫情以及慷慨的财政补贴相关。



由于就业市场的火热，美国就业人口的工资水平也在不断上升，总体报酬指数创下了有数据记录以来的最高增速。美国的就业市场的火热一方面带来了通胀的上升，另一方面也要求美联储收紧货币政策。



总体而言，美联储仍然需要在未来的几个季度内保持相当的“鹰派”。4月通胀数据公布后，期货市场中交易的未来几次会议的加息幅度与上周相比出现了一定程度的下降（见下图），但市场认为未来两次会议分别加息50个基点的看法，并没有出现改变。这在很大程度上是因为美联储的主要官员一直在避免75个基点加息的论调。总体而言，美联储仍然在追逐市场和通胀预期的现状。

Meeting	5月12日	5月5日	
06/15/2022	0.533	0.546	-1.3
07/27/2022	1.024	1.028	-0.4
09/21/2022	1.415	1.427	-1.2
11/02/2022	1.696	1.734	-3.8
12/14/2022	1.927	1.975	-4.8
02/01/2023	2.059	2.146	-8.7

判断市场预期的主要指标仍然是长端的美国国债利率，美国 10 年期国债利率在过去一周出现了快速下滑，并击破 3% 的关键点位。由于 4 月份的通胀水平高出预期，相信 10 年国债利率仍然会有一段时期的波动表现，只有在美联储加息幅度达到市场预期的心理关口附近，美国国债利率才有可能出现一定程度的稳定。

从一个相对中期的维度来看，美国的高通胀时代是否已经到来，是一个值得深入研究的话题。与 1970 年代的恶性通胀相比，本轮通胀的诱因

右图目的相似性：1970 年代的通胀表现也让我们看到，量化货币政策收紧的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41775

